

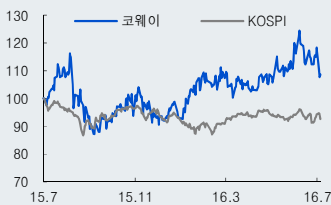
생활소비재

Company Report
2016.7.7

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	122,000
현재주가(16/07/06, 원)	98,600
상승여력	24%

영업이익(16F,십억원)	481
Consensus 영업이익(16F,십억원)	515
EPS 성장률(16F,%)	-6.3
MKT EPS 성장률(16F,%)	18.2
P/E(16F,x)	23.7
MKT P/E(16F,x)	10.7
KOSPI	1,953.12
시가총액(십억원)	7,605
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	65.4
외국인 보유비중(%)	54.0
베타(12M) 일간수익률	0.72
52주 최저가(원)	79,200
52주 최고가(원)	113,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.5	12.6	11.3
상대주가	-5.0	11.0	17.0



[화장품, 호텔/레저, 패션]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

강서은
02-768-4062
seooun.kang@dwsec.com

코웨이 (021240)

얼음정수기 제품 일부 자발적 회수 결정

일부 얼음정수기의 부품 코팅에서 미세한 박리 문제 발생, 뉴스를 통해 보도

지난 7월 3일 SBS 뉴스를 통해 코웨이 얼음정수기 일부 제품의 내부 부품에서 미세한 박리 현상이 발생, 미량의 니켈 성분이 검출된다는 점이 보도되었다. 해당 보도에서는 니켈을 암을 유발할 수 있는 성분으로 규정하였지만, 실제 음용으로 섭취될 경우 신체에 축적되지 않으며 기타 일상적인 식품을 통해서도 섭취 가능한 물질로 알려져 있다.

코웨이는 지난 2015년 7월 내부적으로 관련 사실을 인지하였고, 간접적으로는 A/S 방문을 통해 부품 교환을 진행, 97%의 제품에 대한 수리를 완료해왔다. 하지만 현 사안의 결정적인 핵심은 소비자와 즉각적으로 소통하지 않았다는 점으로 보인다. 7월 4일부터는 해당 제품에 대한 교환, 해약 처리를 즉각적으로 시행하였으나, 장기적으로 구축해온 기업 신뢰에 미치는 심각성을 고려하여 전일 해당 제품 3종에 대한 자발적 회수 조치를 결정하였다.

해당 제품의 자발적 회수 결정으로 관련 비용 발생 불가피

문제시되는 3종의 얼음정수기는 2014년 4월부터 2015년 12월까지 설치되었으며, 해당 제품의 현재까지 총 누적 매출액은 약 538억원이다. 만기가 도래하지 않은 렌탈 제품이 회수될 경우 직접적으로 발생하는 비용은 렌탈자산 폐기손실이다. 2013년 이후 3% 내외에서 안정적으로 유지되어온 렌탈자산 폐기손실의 렌탈 매출 대비 비중은 3Q16F 6.5%, 4Q16F 5.0%로 상승할 전망이다. 판매관리비 증가로 인한 2016F 기존 추정치 대비 영업이익 감소분은 460억원으로 추정한다.

또한 해당 제품에 대해 기 납입된 렌탈료의 전액 환불을 결정한 점은 일회성 충당금 증가 요인으로, 당해 영업외비용 항목으로 분배되어 반영될 것으로 예상된다. 2016F 영업외비용 증가 영향은 510억원으로 추정한다. 해당 이슈의 영향은 2017F까지 일부 지속될 것으로 보이며, 이를 반영해 2016~17F 순이익을 각각 -16.7%, -4.8% 조정하였다.

남다른 적시 대응 능력과 펀더멘털의 강점에 주목할 필요

금번 이슈에 있어 문제 사항을 적시에 공개하지 않은 점은 분명히 아쉬운 오phan이지만 실질적 영향이 확대 해석되는 현 상황의 흐름은 지나쳐 보인다. 대부분의 경쟁사와 비교되기 힘든 R&D 역량과 지속성 있는 품질 관리 능력은 여전히 간과될 수 없는 근원의 경쟁력을 형성하며, 자가 브랜드 해외 진출이 적극적으로 추진되기 시작한 현 시점에서는 부가적인 성장 모멘텀도 기대할 수 있다.

코웨이에 대한 “매수” 투자 의견을 유지하고, 수정된 실적 전망을 반영하여 목표주가는 기존 140,000원 대비 13% 하향한 122,000원을 제시한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	2,118	2,160	2,315	2,559	2,737	2,951
영업이익 (십억원)	339	364	463	481	521	551
영업이익률 (%)	16.0	16.9	20.0	18.8	19.0	18.7
순이익 (십억원)	245	250	343	322	386	408
EPS (원)	3,178	3,237	4,449	4,169	5,003	5,294
ROE (%)	28.4	25.2	30.2	24.8	27.4	27.4
P/E (배)	20.9	26.0	18.9	23.7	19.7	18.6
P/B (배)	4.9	5.6	4.8	5.2	4.8	4.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

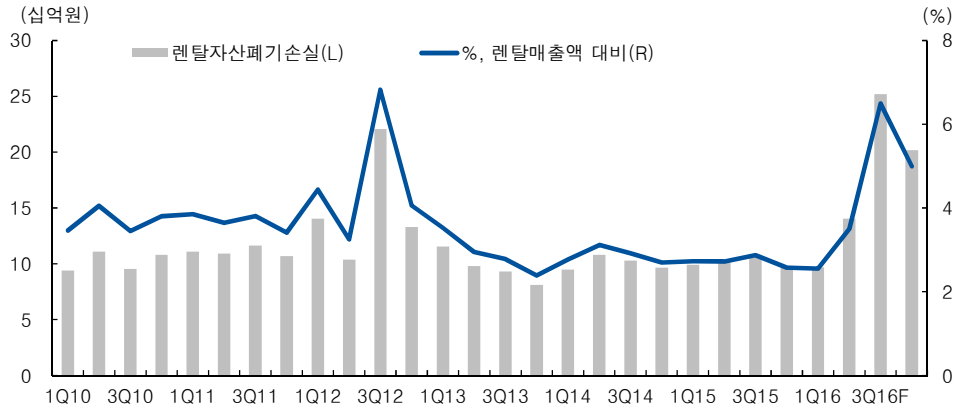
표 1. 실적변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	16F	17F	16F	17F	16F	17F	
매출액	2,614	2,861	2,559	2,737	-2.1	-4.3	렌탈 신규주문 전망 하향
영업이익	527	564	481	521	-8.7	-7.6	렌탈폐기손실 상향
세전이익	519	548	431	521	-16.9	-4.8	영업외비용, 총당금 항목 반영
순이익	386	405	322	386	-16.7	-4.8	

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 렌탈자산폐기손실 증가 예상



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. Valuation

(십억원, %)

	16F	17F	18F	19F	20F
EBIT	467	521	551	560	568
- EBIT에 대한 세금	119	136	143	145	148
- CAPEX	310	230	230	233	237
- 순운전자본 증가(감소)	7	16	17	18	18
+ 감가상각비	192	188	198	201	204
+ 무형자산상각비	8	8	8	8	8
+ 렌탈자산 폐기손실	61	55	58	48	50
FCFF	291	391	424	420	427
추정마지막년도 FCFF	406				
Terminal Value	9,973				
Terminal Growth	2%				
NPV of FCFF		1,736			
PV of Terminal Value		7,580			
Enterprise Value		9,316			
Cash & Equivalents		171			
Other Investment		27			
Interest Bearing Debt		120			
Minority Interest		1			
Preferred Stock		0			
Current Equity Value		9,393			
Shares Outstanding		77,125			
추정주당가치 (원)		122,000			
현재주가 (원)		98,300			
Upside (%)		24.1%			

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이 (021240)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	2,315	2,559	2,737	2,951
매출원가	729	831	888	955
매출총이익	1,586	1,728	1,849	1,996
판매비와관리비	1,123	1,246	1,328	1,445
조정영업이익	463	481	521	551
영업이익	463	481	521	551
비영업손익	-9	-50	0	1
금융손익	-3	-2	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	454	431	521	552
계속사업법인세비용	111	110	136	143
계속사업이익	343	322	386	408
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	343	322	386	408
지배주주	343	322	386	408
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	334	323	386	408
지배주주	334	323	386	408
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	691	680	717	756
FCF	184	-37	319	349
EBITDA 마진율 (%)	29.8	26.6	26.2	25.6
영업이익률 (%)	20.0	18.8	19.0	18.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.8	12.6	14.1	13.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	653	730	855	950
현금 및 현금성자산	116	171	273	339
매출채권 및 기타채권	271	264	282	305
재고자산	70	72	77	83
기타유동자산	196	223	223	223
비유동자산	1,122	1,202	1,188	1,163
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	700	749	738	715
무형자산	169	170	163	157
자산총계	1,775	1,933	2,043	2,113
유동부채	473	499	506	518
매입채무 및 기타채무	219	225	240	260
단기금융부채	80	109	109	0
기타유동부채	174	165	157	258
비유동부채	64	77	77	77
장기금융부채	9	11	11	0
기타비유동부채	55	66	66	77
부채총계	537	576	583	595
지배주주지분	1,237	1,356	1,459	1,517
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	127	127
이익잉여금	1,177	1,291	1,394	1,452
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	1,238	1,357	1,460	1,518

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	513	273	549	579
당기순이익	343	322	386	408
비현금수익비용가감	448	318	315	331
유형자산감가상각비	220	192	188	198
무형자산상각비	8	7	7	6
기타	220	119	120	127
영업활동으로인한자산및부채의변동	-195	-257	-16	-17
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-58	-5	-17	-22
재고자산 감소(증가)	-5	5	-5	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	1	4	5
법인세납부	-83	-110	-136	-143
투자활동으로 인한 현금흐름	-329	-252	-162	-160
유형자산처분(취득)	-320	-263	-177	-175
무형자산감소(증가)	-5	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-19	-4	-5
기타투자활동	-2	32	19	20
재무활동으로 인한 현금흐름	-213	35	-286	-353
장단기금융부채의 증가(감소)	-77	30	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-148	0	-283	-350
기타재무활동	11	5	-3	-3
현금의 증가	-31	55	101	66
기초현금	147	116	171	273
기말현금	116	171	273	339

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	18.9	23.7	19.7	18.6
P/CF (x)	8.2	11.9	10.9	10.3
P/B (x)	4.8	5.2	4.8	4.6
EV/EBITDA (x)	9.3	11.1	10.4	9.7
EPS (원)	4,449	4,169	5,003	5,294
CFPS (원)	10,263	8,297	9,084	9,592
BPS (원)	17,654	19,142	20,478	21,237
DPS (원)	2,800	3,800	4,700	5,800
배당성향 (%)	60.6	88.0	90.7	105.7
배당수익률 (%)	3.3	3.9	4.8	5.9
매출액증가율 (%)	7.2	10.5	7.0	7.8
EBITDA증가율 (%)	19.6	-1.6	5.4	5.4
조정영업이익증가율 (%)	27.2	3.9	8.3	5.8
EPS증가율 (%)	37.4	-6.3	20.0	5.8
매출채권 회전을 (회)	10.0	10.1	10.6	10.7
재고자산 회전을 (회)	35.2	36.1	36.9	36.9
매입채무 회전을 (회)	12.3	14.4	15.4	15.4
ROA (%)	20.2	17.3	19.4	19.6
ROE (%)	30.2	24.8	27.4	27.4
ROIC (%)	31.7	29.3	30.5	32.4
부채비율 (%)	43.4	42.5	40.0	39.2
유동비율 (%)	138.2	146.4	168.9	183.5
순차입금/자기자본 (%)	-2.9	-5.8	-12.3	-16.2
조정영업이익/금융비용 (x)	106.8	143.2	160.1	169.3

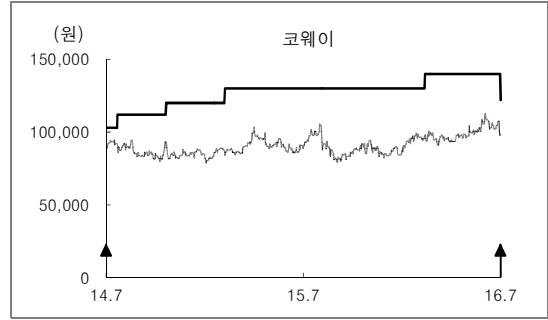
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

코웨이

얼음정수기 제품 일부 자발적 회수 결정

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
코웨이(021240)	2016.07.06	매수	122,000원
	2016.02.17	매수	140,000원
	2015.02.12	매수	130,000원
	2014.10.26	매수	120,000원
	2014.07.28	매수	112,000원
	2014.07.03	매수	103,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(→), 목표주가(⇄), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
68.29%	17.56%	14.15%	0.00%

* 2016년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.